



Nach der Fed ist vor der Wahl

REDAKTION
Dr. Stefan Mitropoulos
Tel.: 0 69/91 32-46 19
research@helaba.de

HERAUSGEBER
Dr. Gertrud R. Traud
Chefvolkswirt/
Leitung Research

Landesbank
Hessen-Thüringen
MAIN TOWER
Neue Mainzer Str. 52-58
60311 Frankfurt am Main
Telefon: 0 69/91 32-20 24
Telefax: 0 69/91 32-22 44

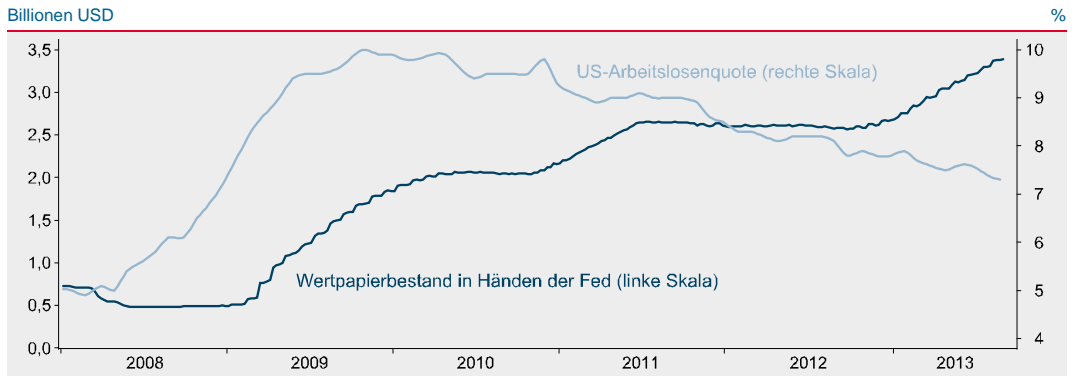
1 Die Woche im Überblick.....	1
1.1 Chart der Woche	1
1.2 Wochen-Quartals-Tangente	2
1.3 Finanzmarktkalender KW 38 mit Prognosen	3
2 Im Fokus.....	4
2.1 Renten: In der Orientierungsphase	4
2.2 Italien/Spanien: Wo hakt es noch?	5
3 Charttechnik	6
4 Helaba Kapitalmarktszenarien	7
5 Helaba Basisszenario mit Prognosetabelle	8

1 Die Woche im Überblick

1.1 Chart der Woche

[Christian Apelt, CFA](#)
Tel.: 069-91 32-47 26

Die Fed macht Ernst



Quellen: Macrobond, Helaba Volkswirtschaft/Research

Die Publikation ist mit größter Sorgfalt bearbeitet worden. Sie enthält jedoch lediglich unverbindliche Analysen und Prognosen zu den gegenwärtigen und zukünftigen Marktverhältnissen. Die Angaben beruhen auf Quellen, die wir für zuverlässig halten, für deren Richtigkeit, Vollständigkeit oder Aktualität wir aber keine Gewähr übernehmen können. Sämtliche in dieser Publikation getroffenen Angaben dienen der Information. Sie dürfen nicht als Angebot oder Empfehlung für Anlageentscheidungen verstanden werden.

Der Offenmarktausschuss der US-Notenbank trifft am 17./18. September wieder zusammen. Nach mehrmonatiger Diskussion über das Herunterfahren ihrer Wertpapierkäufe wird die Federal Reserve nun ihren Worten Taten folgen lassen. Zwar konnte im jüngsten Arbeitsmarktbericht der Beschäftigungsaufbau nicht ganz überzeugen, jedoch überwogen zuletzt bei den US-Konjunkturdaten insgesamt die positiven Überraschungen. Die Vorteile eines nochmaligen Abwartens sind für die Fed begrenzt. Daher wird sie ihre monatlichen Wertpapierkäufe in einem ersten vorsichtigen Schritt von derzeit 85 auf vermutlich 75 Mrd. US-Dollar reduzieren. Weitere Maßnahmen folgen in Abhängigkeit neuer Konjunkturdaten. Angesichts der bereits lang andauernden Debatte über die Fed-Politik würden Marktturbulenzen in der Berichtswoche überraschen.

1.2 Wochen-Quartals-Tangente

Die Risikofreude hielt zumindest temporär Einzug in die Kapitalmärkte, wovon Aktien und der Euro profitierten. Ausschlaggebend war die Aussicht auf eine diplomatische Lösung im Syrien-Konflikt. Der deutsche Leitindex DAX legte in der ablaufenden Handelswoche über 3 % zu, erst zum Wochenschluss wurde der Kursaufschwung durch die weiterhin offene Syrien-Frage gestoppt. Ein Militärschlag der USA ist noch nicht vom Tisch, wovon die Rentenmärkte profitierten. Insgesamt erholten sich Staatsanleihen von ihrem Kursrückschlag, die Zinsen gaben insbesondere in den USA nach. Dazu trugen nicht nur die geopolitischen Unsicherheiten um Syrien bei. Vielmehr waren sowohl Bundesanleihen als auch Treasuries in ihren jüngsten Auktionen stark nachgefragt. Dies bestätigt unsere Erwartungen, dass Renditeniveaus für 10-jährige Staatsanleihen um 3 % in den USA bzw. 2 % in Deutschland als attraktive Einstiegsniveaus wahrgenommen werden (S. 4). Daran dürfte auch das nun allseits erwartete „Tapering“ der Fed – die Reduzierung der Anleihekäufe – (S. 1) nichts ändern.

Das konjunkturelle Umfeld ist derzeit gut, aber in den Kapitalmarktpreisen bereits eskomptiert. Daran dürften in der Berichtswoche auch günstige Konjunkturnachrichten aus den USA wenig ändern. Zwar ist mit einem weiteren Anstieg der regionalen Frühindikatoren aus Philadelphia und New York zu rechnen, die als Indikation für den nationalen Einkaufsmanagerindex ISM dienen. Dieser hat allerdings mit über 55 Punkten schon einen Spitzenwert erreicht und ist nun korrekturanfällig. Auch die zu erwartende Zunahme der US-Industrieproduktion dürfte nicht ausreichen, um die Seitwärtsbewegung an den Aktienmärkten zu beenden.

Bleibt noch die deutsche Konjunktur: In der Berichtswoche steht mit dem ZEW-Index ein wichtiger Stimmungsindikator zur Veröffentlichung an. Wie die Sentixumfragen signalisieren, dürfte dieser sehr positiv ausfallen. Ob dies für ein Kursfeuerwerk ausreicht, ist fraglich. Schließlich erinnern die Landtagswahlen in Bayern zum Wochenausklang daran, dass die Bundestagswahlen bevorstehen. Politische Börsen haben zwar kurze Beine, dennoch ist die damit verbundene Unsicherheit zunächst ein Belastungsfaktor.

Finanzmarktrückblick und -prognosen

	Veränderung seit...		aktueller Stand*	Q4/2013	Q1/2014	Q2/2014
	31.12.2012	05.09.2013				
	(in %)		Index			
DAX	11,6	3,1	8.494	8.200	8.200	8.500
	(in Bp)		(in %)			
3M Euribor	4	0	0,22	0,3	0,4	0,4
3M USD Libor	-5	0	0,25	0,3	0,3	0,4
10 jähr. Bundesanleihen	68	-4	2,00	1,7	2,0	2,1
10 jähr. Swapsatz	69	-8	2,26	2,0	2,3	2,4
10 jähr. US-Treasuries	115	-8	2,91	2,8	3,0	3,2
	(jew eils gg. Euro, %)		(jew eils gg. Euro)			
US-Dollar	-0,9	-1,4	1,33	1,25	1,25	1,20
Japanischer Yen	-13,3	-0,5	132	122	122	122
Britisches Pfund	-3,6	0,0	0,84	0,85	0,85	0,84
Schweizer Franken	-2,4	0,1	1,24	1,25	1,25	1,25
	(in %)					
Brentöl \$/B	1,4	-2,3	113	106	105	103
Gold \$/U	-21,1	-3,4	1.322	1.250	1.300	1.350

*Schlusskurse vom 12.09.2013

Bei Prognoseänderungen sind die vorherigen Werte in Klammern gesetzt

Quellen: Bloomberg, Helaba Volkswirtschaft/Research

1.3 Finanzmarktkalender KW 38 mit Prognosen

Zeit	Land	Periode	Indikator	Helaba-Prognose	Bloomberg Consensus	Vorperiode
Montag, 16.09.2013						
14:30	US	Sep	Empire State Umfrage; Index	10,0	9,0	8,2
15:15	US	Aug	Kapazitätsauslastung; %	78,0	77,8	77,6
15:15	US	Aug	Industrieproduktion, % m/m	0,5	0,4	0,0
Dienstag, 17.09.2013						
11:00	DE	Sep	ZEW-Indikator	47,0	45,5	42,0
14:30	US	Aug	CPI ohne Energie & Nahrungsmittel	0,1	0,1	0,2
			% m/m			
14:30	US	Aug	CPI Konsumentenpreise	0,1	0,2	0,2
			% m/m			
16:00	US	Sep	NAHB Housing Index	57	59	59
Mittwoch, 18.09.2013						
14:30	US	Aug	Baugenehmigungen	-0,4	-0,4	3,9
			% m/m			
14:30	US	Aug	Baubeginne	4,9	3,0	5,9
			% m/m			
20:00	US		FOMC-Zinsentscheidung; %	0,25	0,25	0,25
20:30	US		Fed Präsident Ben Bernanke			
Donnerstag, 19.09.2013						
14:30	US	Q2	Leistungsbilanzsaldo; Mrd. \$	-96,0	-96,3	-106,1
14:30	US	Aug	Erstanträge auf Arbeitslosenunterstützung, Tsd	320	k.A.	292
16:00	US	Aug	Verkauf bestehender Häuser, Mio. (JR)	5,4	5,3	5,4
16:00	US	Sep	Philadelphia Fed; Index	12,0	10,0	9,3
16:00	US	Aug	Frühindikatoren, % m/m	0,6	0,6	0,6
Freitag, 20.09.2013						
11:00	EZ	Sep	EU-Kommission Konsumentenvertrauen	-15,0	-14,3	-15,6
18:30	US		Kansas City Fed Präsidentin George			
18:55	US		St. Louis Fed Präsident Bullard			
19:45	US		Minneapolis Fed Präsident Kocherlakota			

Quellen: Bloomberg, Helaba Volkswirtschaft/Research

2 Im Fokus

Ulf Krauss
Tel.: 069-91 32-47 28

2.1 Renten: In der Orientierungsphase

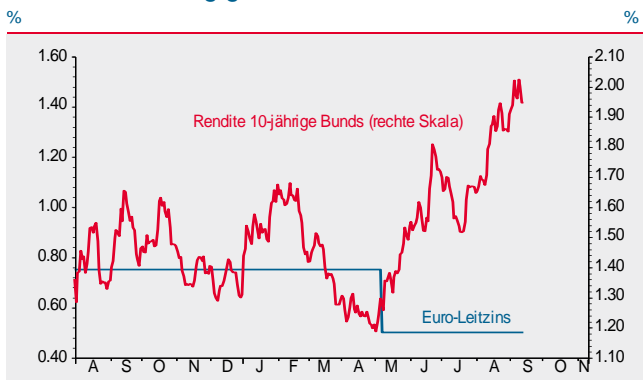
Anleger dürften die deutlich gestiegenen Renditen in Deutschland mit einem lachenden und einem weinenden Auge betrachten. Das attraktivere Einstiegsniveau bei Renten ging einher mit schmerzhaften Kursverlusten. Derzeit befinden sich die Investoren in einer Orientierungsphase, was erfahrungsgemäß für eine gewisse Beruhigung an der Anleihefront spricht. Ob die Reduzierung der Anleihekäufe durch die US-Notenbank an dieser Lage etwas ändert, bleibt abzuwarten. Eine Überraschung sollte die Ankündigung der Fed, nach den zuletzt überwiegend gut ausgefallenen Konjunkturdaten, allerdings nicht sein.

Die Befürchtungen, dass 2013 ein schwieriges Rentenjahr für Anleger wird, haben sich bewahrheitet. Die durchschnittlichen Ertragsverluste deutscher Staatsanleihen kurz vor dem Ende des dritten Quartals liegen bei drei Prozent, die Kursverluste summieren sich auf fünf Prozent. Nur bis Anfang Mai konnte das hohe Niveau gehalten werden, eher sich die Lage markant eintrübte. Erstaunlicherweise fällt der Beginn des Renditeanstiegs mit der letzten Zinssenkung der EZB zusammen. Dies wirft natürlich die Frage auf, ob eine von der EZB weiterhin angedeutete Zinssenkung in diesem Umfeld nicht sogar kontraproduktiv wäre.

Baissephasen
im Vergleich

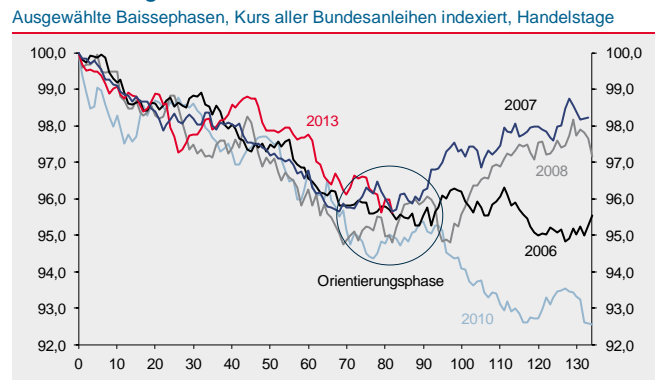
Vergleichbar starke Kursverluste innerhalb von nur wenigen Monaten gab es in den vergangenen zehn Jahren vier Mal (2006, 2007, 2008 und 2010). In zwei Fällen, 2007 und 2008, kam es in den darauf folgenden Monaten zu einer spürbaren Erholung. 2006 blieb das Kursniveau längerer Zeit auf einem niedrigen, aber haltbaren Niveau. Anders war die Situation 2010, als es kurzzeitig ebenfalls nach einer Stabilisierung aussah, eher die Notierungen weiter abrutschten und erst drei Monate später das Tief ausbildeten. Nach weiteren drei Monaten wurde allerdings schon wieder das Kursniveau aus der Orientierungsphase erreicht. Die historischen Vergleiche lassen zumindest den Schluss zu, dass innerhalb der laufenden Baisse bereits sehr viel eingepreist wurde. Der starke Konjunkturpessimismus im Euroraum wurde durch eine positive Grundhaltung ersetzt. Nun kommt es vor allem auf das Geschick der Notenbanken an, damit der Zinsanstieg an den Kapitalmärkten nicht außer Kontrolle gerät.

EZB-Zinssenkung gab Startschuss



Quellen: Datastream, Helaba Volkswirtschaft/Research

Orientierungssuche nach Kurssturz



Quellen: Datastream, Helaba Volkswirtschaft/Research

Anleger in
Warteposition

Vergleicht man Dauer und Umfang der Baissephasen, befinden wir uns aktuell in einer Orientierungsphase. Solche Phasen können erfahrungsgemäß mehrere Wochen dauern. Da die sich abzeichnende Reduzierung der Anleihekäufe durch die Fed ein wesentlicher Grund für die vergangene Kurschwäche bei Rentenpapieren war, sollten sich die Effekte einer Ankündigung in Grenzen halten. Die US-Notenbank dürfte bestrebt sein, den Ausstieg aus der ultralockeren Geldpolitik nicht in Verbindung mit steigenden Leitzinsen zu bringen. Gelingt ihr dieses, so dürften genügend Investoren bereit stehen, den reduzierten Einsatz der Fed infolge des nunmehr attraktiveren Renditeniveaus auszugleichen. Allerdings schwebt die noch offene Frage eines neuen, möglicherweise restriktiveren Fed-Chefs wie ein Damoklesschwert über den Anleihemärkten.

Dr. Stefan Mütze
Tel.: 069-91 32-38 50

2.2 Italien/Spanien: Wo hakt es noch?

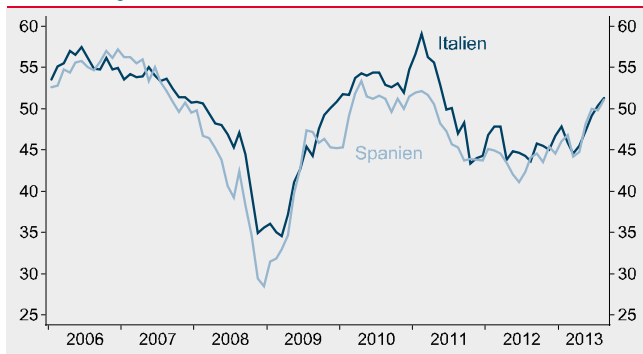
Für Italien und für Spanien signalisieren die Frühindikatoren Wirtschaftswachstum gegen Ende des Jahres. Allerdings bleiben Strukturprobleme, die beherzt angegangen werden sollten. Nur so lässt sich die wirtschaftliche Dynamik erhöhen. Auch für die gesamte Eurozone dürfte sich das Konsumklima im September weiter verbessert haben.

Ausrüstungen gestiegen –
Wachstum gegen Ende
des Jahres

Die Eurozone hat im Frühjahr ihre Rezession überwunden. Hauptursache war die hohe Dynamik in Deutschland und in Frankreich. Italien und Spanien hingegen mussten nochmals einen Rückgang ihrer gesamtwirtschaftlichen Wertschöpfung hinnehmen. Während dieser in Spanien mit -0,1 % gegenüber dem Vorquartal nur noch sehr gering ausfiel, lag er im Stiefelstaat bei -0,3 %. Allerdings zeigen die Frühindikatoren in beiden Ländern eine klare Besserung an. So sind die Einkaufsmanagerindizes für das Verarbeitende Gewerbe über die Wachstumsschwelle von 50 Punkten gestiegen. Zudem hat sich das Konsumklima deutlich gebessert und die Einzelhandelsumsätze haben sich zuletzt auf niedrigem Niveau stabilisiert. Zumindest Spanien hatte in Q2 keinen weiteren Rückgang der gesamten Konsumausgaben zu beklagen. In Italien allerdings sind diese im Quartalsvergleich nochmals um 0,4 % zurückgegangen. Erfreuliches gibt es auch von den Investitionen zu berichten. Zwar sind die Bruttoanlageinvestitionen in beiden Staaten erneut zurückgegangen. Grund war aber nur noch die schwache Bautätigkeit. Bei den Ausrüstungen hingegen waren sowohl in Spanien als auch in geringem Maße in Italien Zuwächse zu verzeichnen. Die Befürchtung, dass eine restriktive Kreditvergabe der dortigen Banken mehr Investitionen verhindert, hat sich damit bislang nicht bewahrheitet. Die Kapitalmarktzinsen für 10-jährige Staatsanleihen liegen mit jeweils rund 4,5 % auf einem verträglichen Niveau.

Industrie geht es besser

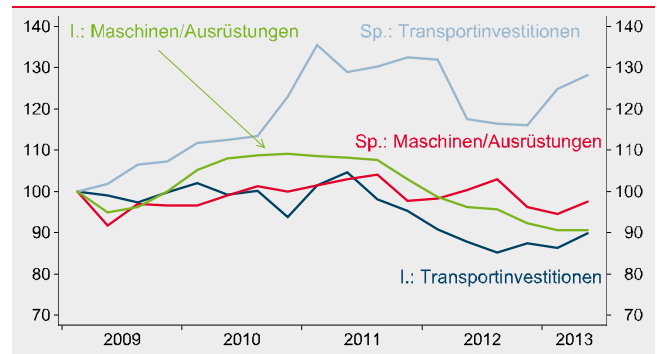
Einkaufsmanagerindizes, Verarbeitendes Gewerbe, Saldo



Quellen: Macrobond, Helaba Volkswirtschaft/Research

Vor allem Investitionen in Fahrzeuge beleben sich

Index: Q1 2009 = 100, real



Quellen: Macrobond, Helaba Volkswirtschaft/Research

Reformen: Italien
muss mehr tun

Damit ist absehbar, dass spätestens gegen Jahresende positive Wachstumsraten für beide mediterranen Länder wieder wahrscheinlich werden, auch weil die Fiskalpolitik nicht mehr restriktiv wirkt. Die öffentlichen Konsumausgaben sind bereits in Q2 gestiegen. Impulse sind weiterhin von den Nettoexporten zu erwarten. Trotzdem ist es vordringlich, die Wettbewerbsfähigkeit zu verbessern. Die Iberer sind hierbei weiter gekommen. So sind deren Lohnstückkosten seit 2009 deutlich gesunken, während Italien aufgrund seiner Produktivitätsschwäche weitere Kostennachteile erleiden musste. Zunehmend wird Spanien deswegen als Industriestandort z.B. durch die Automobilbranche wieder entdeckt. Italien hingegen konnte seine Produktivität seit der Euroeinführung 1999 kaum erhöhen. Dies deutet auf grundlegende Funktionsstörungen der italienischen Märkte hin. So behindert eine zu strikte Regulierung von Güter- und Arbeitsmärkten den Wettbewerb und das Unternehmertum. Das Bildungssystem trägt zu wenig zu den von den Unternehmen benötigten Qualifikationen bei, was auch die Forschung und Entwicklung behindert. Nicht zuletzt dürften die ineffiziente Verwaltung, zu lange Gerichtsverfahren sowie Korruption und organisierte Kriminalität wachstumsgefährdend sein. Für diese Probleme haben die letzten beiden Regierungen bislang nur unzureichend Lösungen gefunden. Auch wenn konjunkturell bessere Zeiten bevorstehen, sollten beherzte Strukturreformen das Wachstum vor allem in Italien verstetigen helfen.

3 Charttechnik

Bund-Future: Abwärtstrend intakt



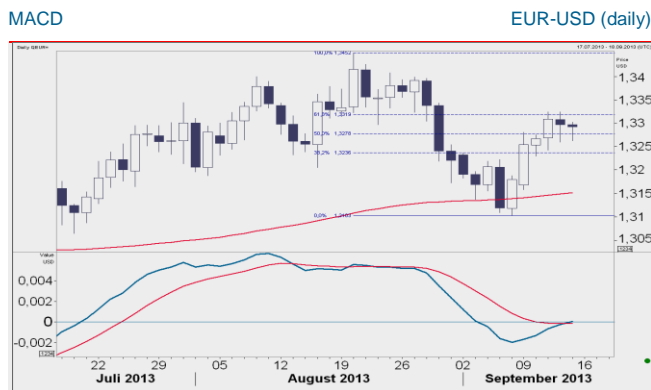
Quellen: Reuters, Helaba Volkswirtschaft/Research

Widerstände:	137,82	138,69	139,00
Unterstützungen:	137,11	136,42	

Der Dezember-Kontrakt des Bund-Futures hat sich vorübergehend erholt, ist aber im Zuge dessen an einem Sprung über die Widerstandslinie (137,82/88) gescheitert. Die technischen Indikatoren liefern ein gemischtes Bild. So haben MACD und Stochastic nach oben gedreht und steigen aktuell oberhalb ihrer Signallinien an. Der DMI aber steht unverändert im Verkauf und signalisiert mit zunehmendem ADX eine steigende Trendstärke. Auch die übergeordnete Wochentechnik ist belastend und so wollen wir einen Test des Kontraktiefs bei 136,42 nicht ausschließen.

Ralf Umlauf (Tel.: 069/9132-1891)

Euro: Korrektur beendet?



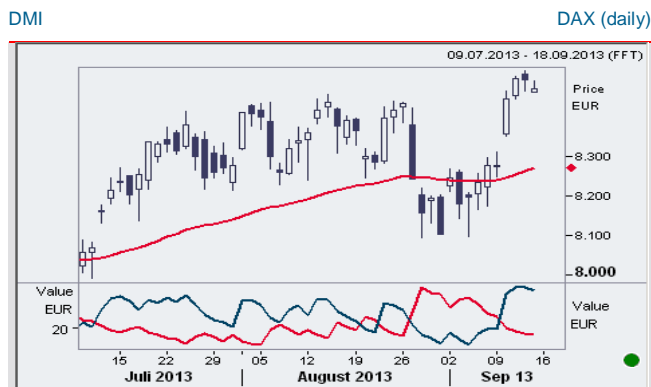
Quellen: Reuters, Helaba Volkswirtschaft/Research

Widerstände:	1,3400	1,3452	1,3521
Unterstützungen:	1,3103	1,3066	1,3000

Die Ausgangslage war schwierig. Letztlich erwies sich der Bruch der gleitenden Durchschnitte (100- und 200-Tage-linien) aber nicht als nachhaltig und der Euro erholte sich bis auf 1,3324. Somit hat er eine 61,8 %-Korrektur des Rückgangs von 1,3452 bis 1,3103 durchlaufen und das Aufwärtspotenzial scheint begrenzt. Die Signale der technischen Indikatoren sind allerdings wieder freundlicher, denn der MACD ist (Tagesbasis) dabei, ein Kaufsignal zu liefern. Zunächst sollte der nächste Richtungsimpuls jenseits von 1,3400/52 oder unter 1,3103 abgewartet werden.

Ralf Umlauf (Tel.: 069/9132-1891)

DAX: Potenzial für Rückschläge vorhanden



Quellen: Reuters, Helaba Volkswirtschaft/Research

Widerstände:	8.516	8.557	8.614
Unterstützungen:	8.415	8.349	8.280

Wegen der Aussicht auf eine diplomatische Lösung der Syrien-Krise erhielt der DAX in den letzten Tagen einen steilen Aufwärtsimpuls. Im Zuge dessen näherte sich der Index dem Allzeithoch bis auf rund 40 Punkte an. Aktuell kehren Unsicherheiten, u.a. im Zusammenhang mit der Fed-Entscheidung in der nächsten Woche, an den Markt zurück. Diese lassen sich auch an den kippenden Indikatoren und ersten negativen Divergenzen ablesen. Somit ist Raum für temporäre Rücksetzer vorhanden. Eine erste wichtige Unterstützung findet sich bei 8.415 Zählern.

Christian Schmidt (Tel.: 069/9132-2388)

Die Ausführungen auf dieser Seite basieren ausschließlich auf einer charttechnischen Analyse. Unsere fundamentalen Analysen gehen in diese Betrachtung nicht ein.

4 Helaba Kapitalmarktszenarien

Hauptszenario:
With a Little Help
from My Friends

In unserem Kapitalmarktausblick 2013 haben wir unsere Szenarien mit Beatles Songs unterlegt. Im **Hauptszenario „With a Little Help from My Friends“** (Eintrittswahrscheinlichkeit: 75 %) gelingt die von der Geld- und Finanzpolitik angelegte konjunkturelle Wende der Weltwirtschaft. Das Wachstum bleibt jedoch insgesamt verhalten. In den Industrieländern haben die Notenbanken mit ihren unkonventionellen Maßnahmen – allen voran den Anleihekäufen – zu einer Stabilisierung der Finanzmärkte und zu einer Rückkehr des Vertrauens beigetragen. Das Auseinanderbrechen des Eurosystems bzw. ein Kollaps des globalen Finanzsystems ist unwahrscheinlich geworden.

Die Notenbanken stützen mit ihrer expansiven Politik und verzerren damit die Rentenmärkte, selbst wenn die Federal Reserve im zweiten Halbjahr 2013 ihr Kaufprogramm herunterfahren dürfte. Dies sorgt zusammen mit einer allmählichen Belebung der Weltwirtschaft für nachlassende Risikoprämien. Insgesamt zeichnet sich im Jahresverlauf 2013 eine konjunkturelle Erholung ab. Das globale BIP-Wachstum dürfte aber im Jahresdurchschnitt unter 3 % bleiben. Der Risikoappetit der Anleger nimmt 2013 zu. Aktien erweisen sich als attraktivste Anlageklasse, während Bundesanleihen die Gunst der Anleger verlieren. Der US-Dollar wird aufgrund der weniger expansiven US-Geldpolitik gegenüber dem Euro etwas zulegen können.

Alternativszenario:
Yesterday

In unserem negativen Szenario **„Yesterday“** (15 %) springt der Wachstumsmotor nicht an. Zu sehr sind Unternehmen über die hohe Staatsverschuldung verunsichert und scheuen sich, Risiken einzugehen. Die Notenbanken scheitern in ihren Bemühungen, die Risikoprämien nachhaltig zu drücken. Die Fehler der Vergangenheit lassen sich doch nicht einfach ganz wegmonetisieren. Folglich kommt die Weltwirtschaft nicht in Schwung. Die Industrieländer geraten in ein deflationäres Umfeld. Geopolitische Risiken könnten die Konjunktur zusätzlich belasten. Anleger suchen Sicherheit, wovon der US-Dollar und Anleihen mit höchster Bonität profitieren, während die Aktienmärkte unter Druck geraten.

Alternativszenario:
Here Comes the Sun

In unserem positiven Szenario **„Here Comes the Sun“** (10 %) schießen die Notenbanken übers Ziel hinaus: Der von der Geldpolitik weit geöffnete Kreditkanal sorgt dafür, dass der globale Investitionszyklus rasch an Breite und Tiefe gewinnt. Die üppige Liquiditätsausstattung befeuert nicht nur die Kapitalmärkte, sondern treibt sukzessive auch die Teuerung in der Realwirtschaft. Im Euroraum wird die Krise damit schneller als erwartet überwunden, zumal weitere Konsolidierungsschritte in die Zukunft verschoben werden. Aktien und auch der Euro strahlen heller denn je, während deutsche Renten im Dunkeln bleiben.

Investmentszenarien Gesamtjahr 2013

Szenarien 2013	Wahrscheinlichkeit	Wachstum	Inflation	Renten Deutschland	Euro	Aktien
With a Little Help from My Friends	75%	↗	→	↘	→	↗
Yesterday	15%	↘	↘	↗	↓	↘
Here Comes the Sun	10%	↑	↑	↓	↑	↑

Quelle: Helaba Volkswirtschaft/Research

5 Helaba Basisszenario mit Prognosetabelle

Weltwirtschaftliche
Erholung im Jahres-
verlauf

In unserem Hauptszenario „**With a Little Help from My Friends**“ gelingt 2013 die von der Geld- und Fiskalpolitik angelegte konjunkturelle Wende der Weltwirtschaft. Das Wachstum bleibt aber noch verhalten. Der einsetzende Lagerzyklus führt zur Belebung der Industriekonjunktur und die expansive Geldpolitik stützt den globalen Investitionszyklus. Das globale BIP-Wachstum beschleunigt sich erst im Verlauf von 2013. So wird in den **USA** das Wachstum nach einem schwachen Winterhalbjahr spürbar anziehen. In der **Eurozone** wurde das konjunkturbereinigte Defizit inzwischen kräftig zurückgeführt, so dass die Sparpolitik nun weniger restriktiv wirkt. Für die gesamte Eurozone ergibt sich dennoch nach einer Schrumpfung von 0,5 % im letzten Jahr nochmals ein leichter Rückgang. Auch die Wirtschaft in **Deutschland** wird ausgehend vom niedrigen Ausgangsniveau im Jahresverlauf 2013 wieder stärker expandieren.

Inflation: Vor dem Hintergrund des insgesamt moderaten Wachstumsausblicks bestehen derzeit keine Inflationsrisiken. Zwar baut sich in den Schwellenländern ein gewisser Druck auf, der jedoch durch die Entwicklung in den Industrieländern mehr als ausgeglichen wird. Global werden die Verbraucherpreise 2013 etwas weniger zulegen als im Vorjahr. Die Inflation dürfte sowohl in der Eurozone als auch in den USA spürbar niedriger ausfallen.

Geldpolitik dominiert
Kapitalmärkte

Rentenmärkte: Der geringe Inflationsdruck erlaubt es den Notenbanken, ihre lockere Geldpolitik fortzusetzen. Die EZB hält sich die Option des Aufkaufprogramms von Staatsanleihen offen. Die Risikoaufschläge bei Staatsanleihen in den europäischen Krisenländern sinken im Jahresverlauf, bleiben aber von Rückschlägen begleitet. Die Luft für Bundesanleihen wird dünner. Bei einer zu erwartenden fortgesetzten Entspannung der Euro-Schuldenkrise ist mit einer rückläufigen Nachfrage nach extrem teuren deutschen Staatsanleihen zu rechnen. Der Konjunkturpessimismus nimmt ebenso ab wie der Rückenwind vom US-Rentenmarkt. Die Verzinsung 10-jähriger Staatsanleihen wird 2013 in Deutschland zwischen 1,2 % und 2,0 % schwanken, in den USA zwischen 1,5 % und 2,9 %.

Geldpolitik dominiert
Kapitalmärkte

Euro: Die EZB nimmt mit ihrer Geldpolitik Unsicherheit aus dem Markt und reduziert die Angst vor dem Währungszerfall. Die sinkenden Risikoprämien auf Peripherieanleihen stützen die Gemeinschaftswährung. Die Eurozone sollte ihre Rezession überwinden, gleichwohl bleibt ein deutlicher Wachstumsvorsprung der USA. Die sehr expansive Geldpolitik der Fed in Form von Wertpapierkaufprogrammen wird sich angesichts der widerstandsfähigen US-Konjunktur nicht unbegrenzt fortsetzen. Bereits im zweiten Halbjahr 2013 dürfte die US-Notenbank die Käufe herunterfahren, was dem US-Dollar einen Schub gibt. Der Euro-Dollar-Kurs dürfte sich 2013 im Bereich von 1,20 bis 1,37 bewegen.

Chance-Risiko-Verhältnis
weitgehend ausgeglichen

Aktienmärkte: Aktien haben mit ihrem Anstieg seit der zweiten Jahreshälfte 2012 mittlerweile die massive Unterbewertung abgebaut. Damit ist die beste Phase für Aktien bereits vorbei. Gemessen an der eigenen Historie wie auch im Vergleich zu den gängigen Anlagealternativen erscheinen gerade deutsche und europäische Dividentitel zwar noch immer moderat bewertet. Für nachhaltige Kurssteigerungen müssen sich nun aber die Ertragsperspektiven der Unternehmen aufhellen. Da nach den Enttäuschungen der letzten Monate die Investoren die Hoffnung auf eine baldige Konjunkturerholung im Euroraum abgeschrieben haben, besteht mittelfristig Raum für positive Überraschungen. Die schon vergleichsweise offensive Positionierung weiter Anlegerkreise könnte sich allerdings als gewisse Kursbremse erweisen. Insgesamt ist damit das Potenzial für Aktien weitgehend ausgeschöpft (DAX-Spanne bis Jahresende: 7.800 bis 8.500 Punkte).

Prognoseübersicht

	Bruttoinlandsprodukt				Verbraucherpreise			
	reale Veränderung gg. Vorjahr in %				Veränderung gg. Vorjahr in %			
	2011	2012	2013p	2014p	2011	2012	2013p	2014p
Euroland	1,6	-0,6	-0,3	1,3	2,7	2,5	1,5	2,0
Frankreich	2,0	0,0	0,1	1,4	2,3	2,2	1,2	2,0
Italien	0,5	-2,4	-1,3	0,9	2,9	3,3	1,6	1,9
Spanien	0,1	-1,6	-1,5	0,8	3,1	2,4	1,6	1,9
Griechenland	-7,1	-6,4	-4,0	0,5	3,1	1,0	-0,5	0,5
Irland	2,2	0,2	0,5	1,5	1,2	1,9	0,7	1,2
Portugal	-1,6	-3,2	-2,5	0,5	3,6	2,8	0,5	1,0
Deutschland*	3,4	0,9	0,5	1,7	2,1	2,0	1,5	2,1
Großbritannien	1,1	0,2	1,0	1,5	4,5	2,8	2,6	2,3
Schw eiz	1,9	1,0	1,6	1,5	0,2	-0,7	-0,1	0,5
Schw eden	3,7	0,7	1,3	2,3	3,0	0,9	0,0	1,5
Polen	4,5	1,9	1,2	2,4	4,3	3,7	1,0	1,7
Ungarn	1,6	-1,7	0,2	1,0	3,9	5,7	2,2	2,8
Tschechien	1,8	-1,2	-1,0	1,0	1,9	3,3	1,6	1,8
Russland	4,3	3,4	2,0	3,0	8,4	5,1	6,5	6,6
USA	1,8	2,8	1,5	2,7	3,1	2,1	1,5	1,7
Japan	-0,6	2,0	1,9	1,5	-0,3	0,0	0,2	2,0
Asien ohne Japan	6,5	5,3	5,3	5,8	5,9	4,5	5,0	4,5
China	9,3	7,8	7,4	7,7	5,4	2,6	2,6	2,8
Indien	6,4	3,8	5,0	6,0	8,9	9,2	9,0	8,0
Lateinamerika	4,3	2,9	2,7	3,5	7,5	7,0	7,0	6,5
Brasilien	2,7	0,9	2,0	3,0	6,6	5,4	6,5	5,5
Welt	3,5	2,9	2,7	3,5	4,0	3,1	2,9	3,0

p = Prognose; *Deutschland: kalenderbereinigt;

Quellen: EIU, Macrobond, Datastream, Helaba Volkswirtschaft/Research ■